

BREV TIL INVESTORENE: OKTOBER 2016

Markedsutvikling

Vi har lagt høsten, investorenes skrekkesesong, bak oss uten de store hendelsene. Globale finansmarkeder steg moderat i oktober og gjeninnhentet den svake utviklingen i september. Nå som snøen har lagt seg kan vi trygt kalle det vinter. Dette er gjerne en god sesong for investorer. I oktober steg FDA 1,0 % og var helt på linje med Referanseindeksen. I en måned da Verdensindeksen steg 1,6 %, var Oslo Børs en av de bedre regionale markedene med en oppgang på 2,5 %.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	1,0 %	1,0 %	-1,6 %	-0,1 %	26,3 %	46,9 %
Ref.indeks	1,0 %	-1,7 %	-1,0 %	0,1 %	31,2 %	54,0 %
Verdensindeksen	1,6 %	-2,9 %	-2,1 %	-0,5 %	52,9 %	97,3 %
Norske renter	0,0 %	0,1 %	0,5 %	0,6 %	3,0 %	5,1 %
Oslo Børs	2,5 %	4,2 %	4,6 %	3,7 %	19,9 %	55,6 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Etter en periode med relativt svak utvikling har europeiske og japanske aksjer (valutasikret til amerikanske dollar) igjen begynt å røre på seg og ligger i toppen av avkastningstabellen. Holberg Norge skiller seg ut ved stige 5,2 % i en måned Oslo Børs stiger 2,5 %. Våre investeringer i høyrenteobligasjoner fortsetter å levere god avkastning. Aksjer i helsesektoren fortsetter sin nedtur. Det negative bidraget fra helsesektoren har blitt betydelig redusert ved at Sector Helse har levert langt bedre avkastning enn helsesektoren det siste året.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i oktober
Aberdeen Japan USDh	Aksjer, Japan	4 %	8,2 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	2 %	7,8 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	7 %	6,2 %
Holberg Norge	Aksjer, Norge	2 %	5,1 %
Hermes Asia xJapan	Aksjer, Asia	5 %	3,0 %
Invesco Europa Strukt. USDh	Aksjer, Europa	6 %	1,8 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	8 %	1,2 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	10 %	1,0 %
Ossiam SP 500	Aksjer, USA	5 %	0,6 %
Holberg Likviditet	Renter, Norge	6 %	0,2 %
Kontanter NOK	Renter, Norge	8 %	0,0 %
Kontanter USD	Renter, USA	4 %	0,0 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	11 %	0,0 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	5 %	-0,9 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	10 %	-1,8 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	5 %	-2,3 %

Avkastningen er målt i norske kroner.

Tabellen viser fondenes avkastning for måneden og er ikke nødvendigvis identisk med den avkastningen FDA har fått. DNB Finans ble kjøpt helt i slutten av måneden og har i liten grad bidratt til avkastning i porteføljen. Coeli Frontier Markeder fremkommer ikke i tabellen da fondet ble kjøpt like etter månedsskiftet.

Porteføljeendringer

I slutten av måneden besluttet vi å øke aksjeeksponeringen i porteføljen betydelig, fra 50 % til 65 %. Det er flere faktorer i våre modeller som taler for å kjøpe mer aksjer nå (mer om det siden). Vi øker aksjeandelen gjennom følgende investeringer:

- 2,5 % DNB Finans
- 2,5 % Sector Helse Verdi
- 5 % Hermes Asia xJapan
- 5 % Coeli Frontier Markeder

Etter at kjøpene er gjennomført har FDA en aksjeandel på 65 % og høyrenteobligasjoner utgjør 20 % av porteføljen. FDA er således overvektet risiko sammenliknet med normalen.

DNB Finans er et fond vi har vært investert i tidligere. Etter en periode med positiv utvikling i banksektoren, spesielt i Europa, tar vi fondet inn i porteføljen igjen. Vi anser investeringen for å ha stort avkastningspotensial, men usikkerheten er også stor. Hvis vi får en ny periode der europeiske banker kun er opphav til dårlige nyheter selger vi fondet igjen. Imidlertid er planen å øke investeringen hvis den positive utviklingen i sektoren fortsetter.

Sector Helse Verdi er en investering vi har sittet med lenge. Forvalterne ble trukket frem på forsiden av Dagens Næringsliv som verdens beste aksjeforvaltere og det fondet med høyest avkastning i verden, [Verdens beste aksjeforvaltere er norske](#). Det er ingen overraskelse for oss. Vi vet hva fondet har levert og at forvalterne er i verdensklasse. Det er imidlertid ikke tidligere avkastning som får oss til å øke investeringen nå og vi er skeptiske til den underliggende kommunikasjonen om at forvaltere med super historikk vil gjenskape sine gode resultater i fremtiden (vi utdyper temaet i en egen artikkel).

Det er to grunner til at vi øker investeringen i Sector Helse Verdi. For det første har vi tro på helsesektoren. Aksjekursene har falt på grunn av, det vi oppfatter, som en overreaksjon på at Clinton vil gå etter de enorme prisøkningene på enkelte medisiner. Helsesektoren fremstår nå billigere enn resten av markedet. For det andre liker vi forvaltningsmetodikken i fondet. Forvalterne i Sector Helse Verdi jobber systematisk med å identifisere selskaper der markedet misoppfatter underliggende verdier i kombinasjon med katalysatorer som vil synliggjøre verdiene. Fokus ligger på de litt mindre selskapene og vurderingene går ofte på tvers av markedets konsensus. Det er ikke historisk avkastning som ligger til grunn for fremtidig avkastning, men forvaltningsmetodikken!

Hermes Asia xJapan er også en investering vi har sittet med en stund. Fondet investerer i fremvoksende økonomier i Asia med en overvekt i Kina og Sør-Korea. Forvalteren har en klar verdistil og porteføljen består i hovedsak av store selskaper som er lavt priset.

FDA har ikke investert i «nye økonomier» tidligere og Coeli Frontier Markeder er et helt nytt fond innenfor et helt nytt markedssegment. Vi har lenge vært fasinert av investeringsmulighetene i nye økonomier og har gjennomført en omfattende studie av tilgjengelige fond før valget falt på Coeli. [Du kan lese mer om nye markeder og valget av fond her.](#)

Trump eller Clinton, spiller det noen rolle?

Underholdningsverdien er stor, men er betydningen for aksjemarkedet overvurdert?

Vi var feilaktig av den oppfatning at britene ville stemme for fortsatt EU medlemskap, ikke Brexit. Oppfatning var i tråd med konsensus i markedet. Allikevel gjorde vi defensive tiltak i porteføljen i forkant av avstemningen i tilfellet vi og markedet tok feil. De investeringene ble realisert med en god gevinst etter at Brexit ble et overraskende faktum.

Det har vært fristende å legge samme strategi til grunn før presidentvalget i USA. Det virker overveiende sannsynlig at Clinton vil gå av med seieren og det er stor usikkerhet knyttet til hva som vil skje hvis Trump blir president. Underholdende blir det sikkert. Det som imidlertid er helt sikkert er at Trump ikke har til hensikt å rasere amerikansk økonomi, slagordet er tross alt «make America great again». Spørsmålet blir om eventuell fremgang i amerikansk økonomi under Trump går på bekostning av utviklingen i resten av verden. En handels- og valutakrig kan være en tap-tap situasjon for USA og resten av verden, men det er slett ikke sikkert politikken blir like radikal som retorikken.

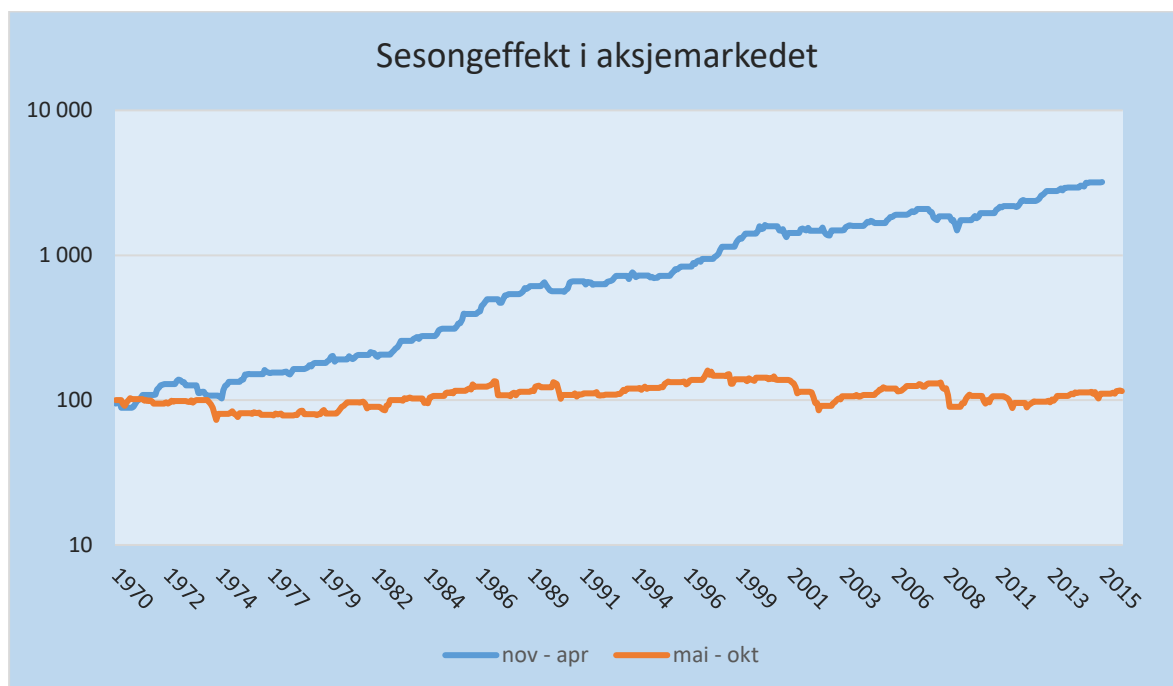
Vi oppfatter usikkerheten for å være på topp nå like før valget. Etter valget er en av de viktigste usikkerhetsfaktorene avklart, nemlig hvem som blir president. Da er det tid for å vurdere fundamentale forhold og se fremover. Det kan være duket for en ny opptur i aksjemarkedet.

I den grad aksjemarkedet har vurdert usikkerheten rundt utfallet av presidentvalget feil, tror vi det knytter seg til ensidig fokus på presidentvalgets betydning for aksjemarkedets fremtid. Kort oppsummert, vi tror presidentvalget kan være opphavet til forbigående svingninger, men anser ikke at utfallet vil påvirke markedets langsiktige utvikling betydelig. Det er andre faktorer vi mener kommer til å spille en større rolle i de kommende månedene:

- ↑ Momentum
- ↑ Økt risikovillighet (både banksektoren og fremvoksende økonomier stiger)
- ↑ Sesong – vinter er bra for aksjer
- ↑ Tiltagende vekst i selskapenes inntjening
- ↑ Makro, stabil moderat vekst
- ↑ Ekspansiv finanspolitikk (erstatning for ineffektiv pengepolitikk)

- ↓ Aksjer er dyrere enn normalt
- ↓ Pengepolitikken har utspilt sin rolle

I sum mener vi forholdene tilsier at tiden er inne for å øke eksponeringen i porteføljen. Som en kuriositet trekker vi frem en gammel graf som viser sesongeffekten i aksjemarkedet. Vi deler året inn i to sesonger, vinter og sommer. Vintersesongen strekker seg fra og med november til og med april. Sommersesongen er den andre halvdel av året, mai til oktober. Vinterinvestoren investerer i aksjer i vinterhalvåret og sommerinvestoren investerer i aksjer i sommerhalvåret. Når de ikke har penger i aksjer har de pengene i madrassen og får ingen avkastning. Grafen under viser utviklingen til de to investorene siden 1970 (obs, skalaen er logaritmisk for å få plass til vinterinvestorens avkastning på èn side). Begge startet med 100 kroner og vinterinvestoren er i dag god for 3 200,-. Til sammenlikning har sommerinvestorer økt sin portefølje fra 100 til 115 kroner på knappe femti år.



Grafen viser utviklingen i Verdensindeksen målt i lokal valuta. Sesongeffekten blir av mange fremstilt som et særnorsk fenomen, men grafen viser at dette er gjeldene i globale markeder og Oslo Børs er ikke et unntak.
Kilde: Bloomberg og Finansco

Vi har ikke funnet en god forklaring på hvorfor det skal være så stor forskjell på avkastningen på ulike tider av året. Det er mange som har prøvd seg med ulike forklaringsmodeller, som antall soltimer i døgnet, svingninger i humør etc., med varierende grad av troverdighet. Den åpenbare fallgruven er at ved å grave i data kan vi finne mange tilsynelatende robuste sammenhenger som kun er et resultat av tilfeldigheter. For eksempel kan statistikkstudenter vise oss at det er en statistisk signifikant sammenheng mellom nedbørmengden i Tokyo og utviklingen i S&P 500 neste dag. Samvariasjonen er åpenbart et resultat av tilfeldigheter og ikke en kausal relasjon. Det er ingen sammenheng mellom nedbørmengden i Tokyo og verdien av amerikanske aksjer. I dette tilfellet er det ingen grunn til å tro at historien vil gjenta seg og statistikkstudentenes funn bør ikke påvirke investeringsbeslutningene.

Vi liker ikke sesongfenomenet, det er banalt og mangler en fornuftig forklaring. Slike strategier burde ikke virke i moderne finansmarkeder, men i denne sammenhengen spiller det liten rolle hva vi mener. Sesongeffekten har vært kjent lenge og har vedvart også etter at investorer har utnyttet fenomenet. I følge Albert Einstein vil det være galskap å gå systematisk imot sesongeffekten, altså anta at sommeren er best. Han skal ha sagt «å gjenta den samme handlingen igjen og igjen og forvente et annet utfall er selve definisjonen på galskap.» Med respekt for Einsteins logikk gjenstår det to alternativer,

1. Tilskrive sesongeffekten rene statistiske tilfeldigheter og ignorere fenomenet.
2. Akseptere fenomenet og inkludere det i investeringsbeslutningen.

Litt motvillig velger vi alternativ to.

Konklusjoner for investor

Avisoverskriftene har ikke vært preget av hvordan ekspansiv finanspolitikk vil påvirke aksjemarkedene, ei heller hvorvidt sesongeffekten er reell eller ikke. Som investor er man tjent med å være pragmatisk. Invester etter en strategi som faktisk virker, ikke hva som er interessant eller burde virke. Ofte betyr det å flytte fokus bort fra populistiske overskrifter til det banale og enkle sammenhenger.

Vi går mot strømmen og velger å øke aksjeeksponeringen i en tid hvor mange har satt seg litt på sidelinjen. Konsensus virker å være at det er bedre å se det an litt før man kjøper aksjer. Erfaringsmessig er det bedre å kjøpe aksjer når ingen andre gjør det.

Espen Seidel
Finansco Forvaltning AS
Oslo, 08.11.16